

Ortiz Construcciones y Proyectos S.A.U. ("Ortiz" ó "el grupo") es una empresa bien establecida en el mercado pyme español de la construcción. El grupo se beneficia de una buena diversificación a través de sus líneas de negocio en Construcción, Energía, Servicios, Concesiones y Patrimonial (área inmobiliaria). A nivel geográfico, Ortiz desarrolla sus actividades en España, Latinoamérica, Polonia y Argelia, entre otros. La cifra de negocios de Ortiz se situó en 392 millones de euros en 2013. A efectos de este análisis, Scope Ratings se ajusta a las normas de contabilidad e incluye en su análisis financiero sólo aquellas concesiones que están controladas por Ortiz.

Rating		Analistas	
Rating Corporativo:	BB-	Rosana Pfaffe	(Managing Director)
Perspectivas:	Estable	E-Mail	r.pfaffe@scoperatings.com
Sector:	Construcción, Industria	Rigel Scheller	(Analista Asociado)
Monitoring:	Si	E-Mail	r.p.scheller@scoperatings.com

### Fundamentos para la calificación

Scope Ratings asigna a Ortiz Construcciones y Proyectos S.A.U. un rating inicial de BB-. La perspectiva de la calificación es Estable. El grupo ocupa la undécima posición en el mercado español de la construcción con una facturación de 392 millones de euros en el 2013 (excluyendo las concesiones no controladas). Debido a su tamaño relativamente pequeño, Ortiz no suele ser el contratista principal en grandes proyectos de construcción.

Aunque la diversificación de sus ingresos ha mejorado en términos geográficos, los ingresos del grupo son aún dependientes del mercado español de la construcción, en donde se generaron 63% de las ventas de Ortiz en 2013. Sin embargo, Scope Ratings reconoce que Ortiz planea aumentar la participación de las ventas internacionales hasta alcanzar al menos el 45% del ingreso total del grupo hasta fines del 2014 (2011: 10%). Este incremento sería impulsado por la significativa cartera de pedidos, que ascendía a 1.061 millones de euros en diciembre de 2013 y representa 2.7x los ingresos anuales del 2013 de Ortiz. Las ventas por pedidos se generarían como consecuencia de una mayor diversificación en la actual cartera de clientes, que a la fecha está compuesta mayoritariamente por contratos con el gobierno español.

Aunque la compañía tiene un sólido historial en la ejecución de proyectos, existe un inherente - aunque limitado - riesgo en su futura expansión internacional, factor que ha sido tenido en cuenta en la calificación.

Scope considera que el apalancamiento financiero de Ortiz se encuentra alineado con la calificación. El ratio Deuda Neta a EBITDA se ubicó en 3,7x al cierre del ejercicio 2013 (3,5x si los valores negociables se contabilizan íntegramente) y Scope espera un aumento en este ratio, antes de caer de nuevo a 2,9x en 2016. El aumento en los niveles de deuda se debe a la prevista emisión de un bono por 100 millones de euros. Los fondos obtenidos se utilizarían para pagar parte de la deuda bancaria existente y para financiar nuevas inversiones en concesiones.

El nivel de liquidez de Ortiz se considera adecuado para la calificación. La deuda financiera de Ortiz a corto plazo se situó en 73 millones de euros a finales de 2013. El efectivo y equivalentes alcanzó los 39 millones de euros al cierre del ejercicio 2013, lo que sumado a los fondos de operaciones proyectados y las facilidades de financiación existentes, deberían permitir a la empresa cubrir sus requerimientos de liquidez esperados en los próximos 12 meses, asumiendo un modesto gasto de capital, sin grandes flujos de salida en el capital de trabajo y limitada expansión en sus inversiones. Al cierre del ejercicio 2013, Ortiz contaba con facilidades bancarias disponibles no utilizadas por 199 millones de euros.

La perspectiva de la calificación es Estable. Una acción de calificación positiva podría estar justificada si, una vez emitido el bono, Ortiz logra reducir el apalancamiento como está previsto para el año 2016.

### Rating Drivers

Positivos	Negativos
Empresa pyme, con sólida posición en el mercado de la construcción en España	Relativa elevada exposición al Mercado español, aunque se ha reducido paulatinamente por el aumento de los ingresos provenientes de fuera de España (37% de las ventas totales a 2013)
Modelo de negocios diversificado tanto por sectores como geográficamente, esperándose una mayor diversificación a futuro	Su tamaño limita sus posibilidades de diversificación
Buen nivel de diversificación en la cartera de pedidos que le provee visibilidad en los siguientes años	Su estrategia de expansión trae aparejados, aunque limitados, riesgos de ejecución
Adecuado nivel de liquidez	Nivel de apalancamiento relativamente elevado a nivel global

## Rating Change Drivers

Los siguientes factores podrían impactar el rating en el futuro:

Positivos	Negativos
Exitosa ejecución de su estrategia de expansión	Crisis económica en España, que podría afectar las ventas y márgenes futuros de la compañía en el mercado local.
Reducción de la concentración en la cartera de clientes	Aumento en el ratio Deuda Neta /EBITDA por sobre 5x en un periodo prolongado de tiempo
Incremento de participación en sus mercado objetivo	Una política menos conservadora en su estrategia de negocios a futuro
Desinversión de sus activos en el sector patrimonial, que son la principal fuente de endeudamiento de la compañía	

## Resumen Financiero (Basados en los Estados Financieros Consolidados)

	2011	2012	2013
<b>Estado de Resultados</b>			
Ingresos (mill. de euros)	509,9	499,4	392,2
EBITDA (mill. de euros)	53,3	25,2	47,2
EBIT (mill. de euros)	45,7	17,3	28,1
Gastos Financieros (mill. de euros)	10,8	12,9	16,5
Resultado Financiero Neto (mill. de euros)	-7,2	-9,2	-11,0
Deuda Financiera Total (mill. de euros)	205,4	200,9	204,7
Deuda Neta (mil. de euros)	167,1	154,3	172,9
<b>Estado de Flujo de Caja</b>			
Flujo de Caja Neto (FCN) (mill. de euros)	-8,6	58,0	-52,1
Flujo de Caja Neto Operativo (FCNO) (mill. de euros)	13,6	86,4	-42,5
Flujo de Fondos de la Operación (FFO) (mill. de euros)	19,0	10,1	27,9
Capex (mil. de euros)	-22,2	-28,3	-9,7
Cambios en el capital de trabajo (mill. de euros)	-5,5	76,3	-70,3
<b>Ratios Financieros</b>			
Margen EBITDA	10,5%	5,1%	12,0%
Margen EBIT	9,0%	3,5%	7,2%
Deuda Total / Activo Total	23,5%	25,5%	26,8%
Deuda Total / EBITDA	3,9	8,0	4,3
Deuda Neta / EBITDA	3,1	6,1	3,7
EBITDA / Gastos Financieros	5,0	2,0	2,9
FCNO / Deuda Total	0,1	0,4	-0,2
FCN / Deuda Total	-0,0	0,3	-0,3

### Perfil de Riesgo Comercial

**Empresa bien establecida, de propiedad familiar, en el mercado de la construcción en España**

Ortiz es una empresa de construcción bien establecida, de propiedad familiar, con sede en Madrid, España. La empresa cuenta con una historia de larga data, con más de 50 años en el mercado, lo que le ha permitido a la empresa construir una buena reputación y establecer relaciones sólidas en el mercado español. Esto fue impulsado principalmente por el CEO y fundador de Ortiz Construcciones y Proyectos, Juan Antonio Carpintero López (70 años). Tras la jubilación planificada del señor Carpintero López en un futuro próximo, Scope espera que su sucesor continúe con el negocio en línea con la estrategia existente.

**Industria altamente sensible a los ciclos económicos**

El grupo opera en un sector altamente cíclico en el que se registran fluctuaciones importantes en la demanda, y a pesar de que la diversificación puede reducir este impacto, no puede eliminarlo. La exposición de Ortiz al carácter cíclico de su sector puede observarse en las cifras de 2013, cuando el volumen de negocios se redujo en un 21,5 % debido a la crisis española.

**No obstante, Ortiz ha demostrado una fuerte resistencia en términos de márgenes**

Aunque el tamaño de Ortiz aumenta su exposición al carácter pro cíclico de la industria de la construcción, Scope valora positivamente la resistencia de la compañía en términos de márgenes durante el periodo de la crisis económica en España. Así, durante el período comprendido entre 2009-2013, el grupo obtuvo un margen EBITDA promedio de 11%.

**El tamaño de Ortiz afectaría sus posibilidades de diversificación en los flujos de caja**

Su diversificación en términos de la cadena de valor, la exposición sector/cliente y geografía, reducen la exposición del grupo a las fluctuaciones cíclicas y, por lo tanto, la volatilidad de los márgenes y la generación de flujo de efectivo. Scope Ratings evalúa positivamente que Ortiz ha realizado un gran esfuerzo en los últimos tres años para implementar sus planes de internacionalización, no obstante, la calificación es afectada por el tamaño relativamente pequeño del grupo en el sector de la construcción internacional. Esto hace que el grupo sea dependiente de Joint Ventures, y le impide ser el contratista principal, lo que a su vez limita sus posibilidades de diversificación de flujos de efectivo.

**Mejoras en la diversificación geográfica, aunque aún existe una significativa dependencia en el mercado español**

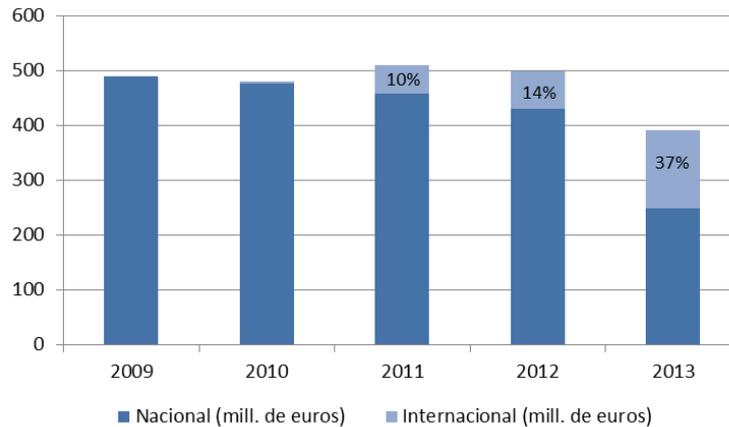
Aunque la actividad del grupo se centra en proyectos de construcción nacional, en los últimos años también se ha diversificado en otras líneas de negocio, tales como concesiones y proyectos internacionales de construcción.

Ortiz ha seguido una estrategia de internacionalización desde 2011 y actualmente mantiene actividades en 11 países diferentes de América Latina (Colombia, México y Perú, entre otros), Europa del Este (Polonia y Rumania) y el norte de África (Argelia). La estrategia de internacionalización del grupo ha resultado muy fructífera a la luz de la contracción de los volúmenes de construcción en el mercado local español. Aunque la participación de mercado de Ortiz desde una perspectiva internacional es aún pequeña, Scope valora su mejor posicionamiento internacional al ser comparada con otras empresas pymes en el mercado de construcción española.

Los proyectos internacionales del grupo representaron el 37% de sus ingresos en 2013. En opinión de Scope, el grupo se encuentra bien posicionado en pos de conseguir su objetivo de reforzar su presencia internacional y generar al menos el 45% de sus ingresos previstos en el mercado exterior en el 2014, esto respaldado por su cartera de pedidos. Sin embargo, Scope considera que la dependencia del grupo con respecto al mercado español seguirá siendo relativamente elevada, y que Ortiz todavía tiene que madurar en el negocio de concesiones internacionales.

El grupo cuenta con una estrategia de entrada en nuevos mercados que es muy selectiva, que consiste en la entrada gradual, sin tomar riesgos significativos y en sociedad con empresas locales que cuenten con un adecuado conocimiento de los diferentes mercados. Aunque en algunos casos, el grupo ha aplicado una estrategia oportunista al tomar contratos con riesgos limitados en países donde no necesariamente están interesados en establecerse en el largo plazo.

**Figura 1 – Ingresos según regiones**

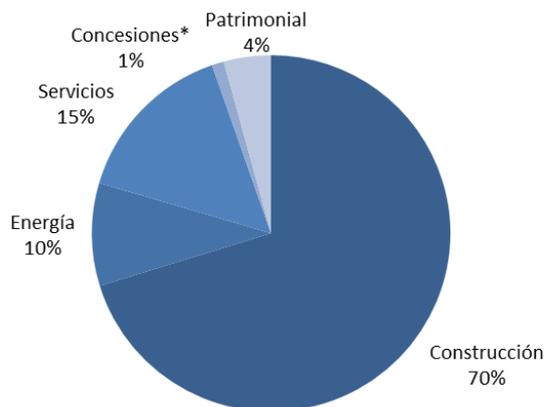


Fuente: Ortiz, Scope

### Sólida diversificación por segmentos

En lo referente a la segmentación sectorial, Ortiz ha seguido un fuerte proceso de diversificación en sus segmentos de negocio. En 2013, los ingresos derivados de los proyectos no provenientes de construcción ascendieron a cerca de 30% de los ingresos totales. Scope considera positivo este aumento de la diversificación, ya que permite al grupo mejorar los márgenes y reducir la volatilidad de tanto las ventas como los márgenes. Sin embargo, la exposición de Ortiz sigue siendo alta en los primeros eslabones de la cadena de valor, incluyendo la pre-construcción y construcción.

**Figura 2 – Ortiz: Ingresos según sectores, 2013**



\* Las concesiones ajustadas representaron el 10% de los ingresos de 2013. El grupo utiliza el método de la consolidación por equivalencia para consolidar las concesiones que el grupo no controla completamente.

Fuente: Ortiz, Scope

### Las concesiones ofrecen un buen potencial para el crecimiento ...

Mientras que el negocio de las concesiones internacionales, en particular, ofrece un buen potencial de crecimiento para Ortiz, Scope considera que el grupo tiene que demostrar que puede ejecutar exitosamente su estrategia de crecimiento en estos nuevos mercados. En opinión de Scope, Ortiz tiene buenas oportunidades de mantener su modelo de negocios en esta área, debido a su enfoque muy conservador de limitar los riesgos a través de asociaciones locales.

... pero limitan la calificación si no se pueden rotar como es previsto

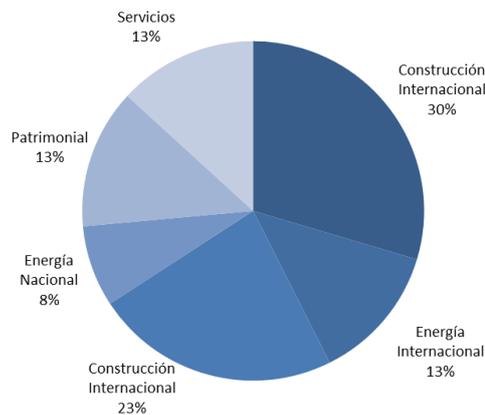
Scope considera que el grupo, como consecuencia de la situación en el mercado español, podría tener dificultades en rotar con éxito algunos activos concesionales españoles más maduros. En particular, los activos en el sector de las energías renovables podrían verse negativamente afectados por los cambios en la regulación introducidas por el gobierno español en 2013.

**La cartera de pedidos genera perspectivas positivas en el crecimiento y posibles mejoras en los márgenes**

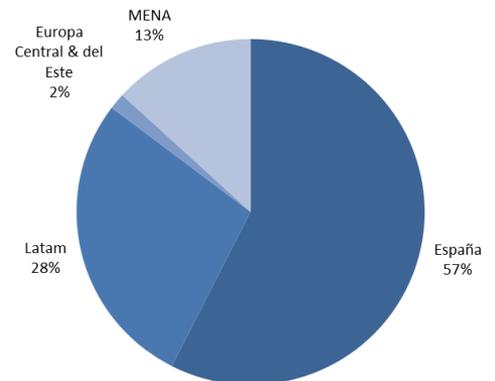
La cartera de pedidos podría significar mejoras en el flujo de caja de los próximos años

En opinión de Scope Ratings, la cartera de pedidos de 1.061 millones de euros a diciembre del 2013 (excluyendo concesiones), refuerza las perspectivas de crecimiento de Ortiz para los próximos años. La cartera de pedidos, que representa 2,7x los ingresos del grupo en el ejercicio 2013, permitiría a la compañía mejorar su generación de flujo de caja en los próximos años. Scope reconoce que la cartera de pedidos de Ortiz se encuentra diversificada en términos tanto de proyectos como de clientes, con los cinco contratos principales representando el 30% de la cartera de pedidos.

**Figura 3 – Cartera de pedidos\* según sectores, dic. 2013**



**Figura 4 – Cartera de pedidos\* según regiones, dic. 2013**



\* cartera de pedidos excluye concesiones  
Fuente: Ortiz, Scope

El EBITDA consolidado excluye las concesiones que no son controladas totalmente, aunque éstas podrían proporcionar un potencial de crecimiento

A efectos de este análisis, Scope Ratings se ajusta a las normas de contabilidad e incluye en su análisis financiero sólo aquellas concesiones que están controladas por Ortiz.

Ortiz utiliza Project Finance (deuda sin recurso) para la financiación de sus proyectos en concesiones. Esta deuda sin recurso, en general, coincide con los flujos de efectivo del proyecto y limita los riesgos para el operador. El grupo se beneficia de los flujos de efectivo generados por su cartera de concesiones a través de una mezcla de intereses y dividendos.

## Perfil de Riesgo Financiero

El aumento de la facturación proveniente de su actividad internacional no fue suficiente para compensar la disminución de su volumen de negocios en España

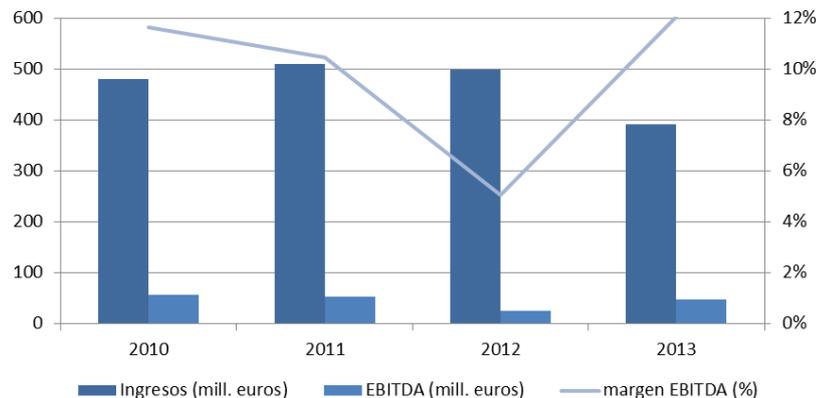
Rentabilidad sólida – volviendo a valores promedio después de un difícil 2012

El perfil de riesgo financiero de Ortiz refleja el carácter cíclico del sector y de la crisis sufrida en el mercado de la construcción española. A pesar de que el volumen de negocios aumentó un 64% entre 2005 y 2012, en el año 2013 el grupo experimentó una reducción de 22% en su facturación anual. Esto se debió principalmente a la caída de las ventas en el negocio de construcción nacional, donde las ventas interanuales cayeron en un 41%, así como en el área de energía, donde el volumen de negocios se redujo en más del 80% en el segmento de la actividad local. Esta línea de negocios estuvo fuertemente afectada por los cambios regulatorios en el mercado de la energía renovable introducidos por el gobierno español a partir del 2011.

Aunque el margen EBITDA promedio del grupo se ha mantenido en un rango de 10% y 12% desde el año 2010, en el año 2012 se observó un descenso de la rentabilidad anual de 11% en el 2011 a 5% en el 2012 antes de aumentar de nuevo al nivel de la media (12% en 2013). Aunque se espera que cierta volatilidad en el margen EBITDA de Ortiz se mantenga, la sensibilidad a esta volatilidad podría ser menor si la empresa logra seguir aplicando su estrategia para diversificar sus fuentes de ingresos, en particular con respecto a los mercados internacionales. La empresa también debería estar bien posicionada para beneficiarse de un repunte en la economía española.

Scope evalúa positivamente que la empresa ha sorteado la crisis española mucho mejor que algunos de sus competidores altamente apalancados del sector PYME en el mercado español.

**Figura 5 – Ingresos y márgenes históricos**



Fuente: Ortiz, Scope

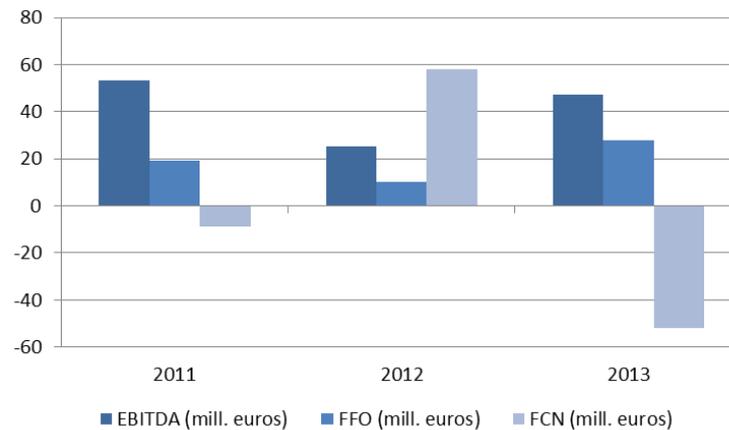
## Nivel de liquidez adecuado

El nivel de liquidez de Ortiz se considera adecuado para la calificación.

La deuda del grupo a corto plazo alcanzó a 73 millones de euros al cierre del año 2013. Su efectivo y equivalentes sumaron 39 millones de euros al cierre del ejercicio 2013, lo que junto con sus fondos proyectados de operaciones y sus facilidades de liquidez existentes, se consideran suficiente para cubrir los requerimientos de liquidez esperados en los próximos 12 meses. Esto incorpora supuestos sobre un nivel modesto de gastos de capital y sin grandes salidas de capital de trabajo.

El grupo cuenta con facilidades bancarias comprometidas no utilizadas por 199 millones de euros al cierre del ejercicio 2013.

**Figura 6 – Desarrollo de los Flujos de Caja**



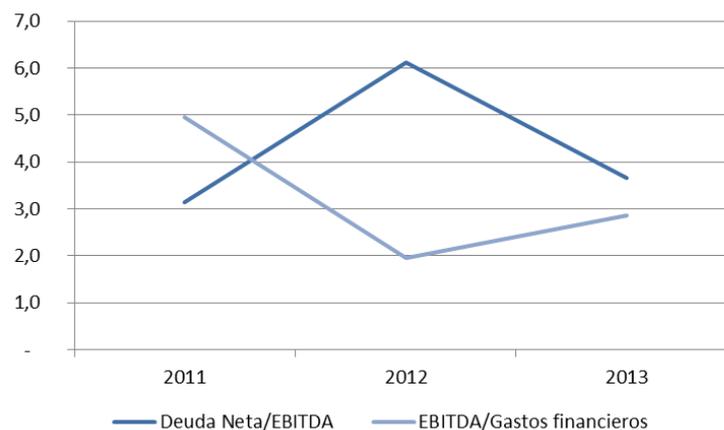
Fuente: Ortiz, Scope

### Apalancamiento acorde con el nivel de clasificación

El ratio de apalancamiento de Ortiz se sitúa en el nivel promedio de los últimos tres años, alcanzando aproximadamente a 65% a finales del 2013. Scope considera que el apalancamiento financiero se encuentra en línea con la calificación. El ratio deuda neta a EBITDA se ubicó en 3,7x al cierre del ejercicio 2013 (3,5x si los valores negociables se contabilizan íntegramente) y Scope espera un incremento del ratio antes de caer de nuevo a 2,9x en 2016. El aumento en el nivel de deuda se debe a la emisión prevista de un bono por 100 millones de euros, que se utilizará para pagar parte de la deuda bancaria existente y para financiar nuevas inversiones en concesiones.

La Deuda Financiera / EBITDA aumentó de 3,9x en 2011 a 8,0x en 2012 antes de volver a caer a un nivel más razonable de 4,3x al final del 2013.

**Figura 7 – Endeudamiento y cobertura de intereses**



Fuente: Ortiz, Scope

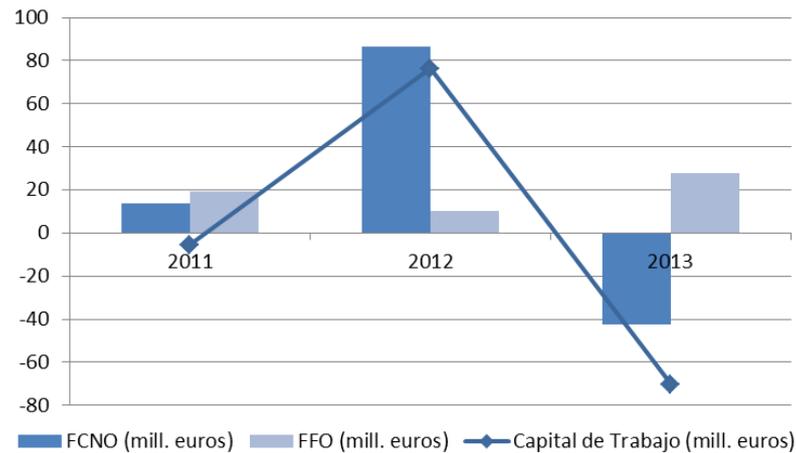
### La volatilidad del capital de trabajo del sector se agrava con la existencia de una base de clientes relativamente concentrada

La fluctuación en el capital de trabajo es un factor relevante en la industria de la construcción, puesto que el capital de trabajo es afectado entre otras cosas, por demoras en los pagos de los principales clientes. Estos posibles cambios en los flujos de efectivo, a la par con la naturaleza cíclica del negocio, requieren que las empresas de este sector mantengan un alto grado de flexibilidad financiera. En opinión de Scope, Ortiz tiene un nivel adecuado de flexibilidad para la calificación, pero no es inmune a la volatilidad de los flujos de efectivo asociados con la industria.

El flujo de caja operativo de Ortiz estuvo fuertemente afectado por el desfase observado en entre las cuentas por cobrar y por pagar en el 2013, cuando el flujo de caja proveniente de las actividades de explotación fue -42 millones de euros. Este desfase se debe principalmente a los retrasos en los pagos procedentes del gobierno español.

Se espera que, como resultado del Real Decreto Español que regula el calendario de pagos de la administración pública española, se produzca una reducción significativa en este descalce.

**Figura 8 – Desarrollo del Capital de Trabajo**



Fuente: Ortiz, Scope

### Perspectivas

#### Perspectivas: Estables

La perspectiva de la calificación es Estable. Una acción de calificación negativa podría producirse si, una vez emitido el bono, Ortiz no logra llevar a cabo el proceso de desapalancamiento como está previsto para el año 2016.



## Rating Corporativo

Ortiz Construcciones y Proyectos S.A.U.

### Advertencias importantes

Datos de acuerdo con el reglamento (CE) n.º 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia en la versión de los reglamentos de modificación (UE) n.º 513/2011 y (UE) n.º 462/2013

### Responsabilidad

El responsable de la difusión del presente análisis financiero es Scope Ratings GmbH, Berlín, juzgado municipal de Berlín (Charlottenburg) HRB 145472, directores generales: Thomas Morgenstern, Florian Schoeller.

### Analistas

Rosana Pfaffe, Managing Director

### Comité de calificación responsable de la aprobación de la calificación

Guillaume Jolivet, Presidente del Comité de Rating

La calificación se refiere a una compañía que Scope Ratings GmbH califica por primera vez.

Normalmente, una calificación crediticia se acompaña de una calificación a las perspectivas para la calificación que puede ser estable, positiva o negativa. Las perspectivas positivas y negativas se refieren normalmente a un periodo de 12-18 meses. Estas perspectivas no tienen porqué indicar que a continuación vaya a haber automáticamente un aumento o descenso de la calificación. No obstante, la probabilidad de dicho resultado es superior al 50%.

### Datos sobre intereses y conflictos de intereses

La calificación ha sido creada de forma independiente por Scope Ratings GmbH a solicitud del objeto de la calificación.

Scope ha preparado un rating preliminar privado a título oneroso para el mismo objeto de calificación de acuerdo con el reglamento (CE) n.º 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticias en la versión de los reglamentos de modificación (UE) n.º 513/2011 y (UE) n.º 462/2013.

En el momento del análisis no existen participaciones de Scope Ratings GmbH o de sus sociedades vinculadas con el objeto de la calificación ni en empresas vinculadas directa o indirectamente con el objeto de la calificación. Tampoco existen participaciones del objeto de la calificación ni de empresas vinculadas directa o indirectamente con el objeto de la calificación en Scope Ratings GmbH ni en ninguna de sus sociedades vinculadas. La agencia de calificación, los analistas de calificación que participan en la presente calificación y todas las demás personas que en este caso toman parte en la emisión de la calificación y/o en su aprobación no participan directa ni indirectamente en la propiedad del objeto de calificación ni en terceros vinculados. Sin perjuicio de esto, la posible participación por parte de las personas arriba mencionadas en organismos de inversión colectiva diversificada, incluidos los fondos gestionados, como los fondos de pensiones y los seguros de vida, está permitida de acuerdo con el reglamento de calificación de la UE (CE) n.º 1060/2009. Ni Scope Ratings GmbH ni sus sociedades vinculadas están involucradas en la mediación ni en la venta de productos de inversiones de capital. En general, existe la posibilidad de que haya relaciones de parentesco entre personas de Scope Ratings GmbH y el objeto de calificación, aunque las personas con las que pudiera surgir un conflicto de intereses con motivo de una relación de parentesco u otra relación cercana no participarán en la creación ni aprobación de una calificación.

### Fuentes esenciales de la calificación

- Prospecto
- Informes anuales/semestrales del objeto de calificación
- Cuentas anuales
- Entrevista personal con el Management del grupo
- Reportes de mercado externos
- Sitio web del grupo
- Memorias anuales del grupo
- Información privada provista por el grupo
- Comunicados de prensa/otra información pública

Scope Ratings GmbH considera satisfactoria la calidad de la información disponible sobre la empresa calificada. Scope ha acreditado la fiabilidad de las fuentes antes de utilizarlas siempre que ha sido posible, pero no ha comprobado de forma independiente todos los datos mencionados en las fuentes.



## Rating Corporativo

Ortiz Construcciones y Proyectos S.A.U.

### Consulta del objeto de la calificación antes de la publicación del informe de calificación / Modificación del informe después de la consulta

El objeto de la calificación consultó el informe de calificación antes de la publicación. Tras la consulta, el informe de calificación no fue modificado con relación a la calificación.

### Metodología

La metodología vigente para la calificación de Corporaciones que está disponible en [www.scooperatings.com](http://www.scooperatings.com). Las tasas históricas de incumplimiento de Scope Ratings se pueden consultar en la plataforma central (CEREP) de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés): <http://cerep.esma.europa.eu/cerep-web/statistics/defaults.xhtml>. En los documentos sobre metodologías del sitio web de la agencia de calificación se puede leer una explicación amplia de la tasación de incumplimiento de Scope, definiciones de las notaciones de la calificación e información secundaria sobre los componentes analíticos de una calificación.

### Condiciones de uso / Exención de responsabilidad

© 2014 Scope Corporation AG y todas sus filiales, incluidas Scope Ratings GmbH, Scope Analysis GmbH y Scope Capital Services GmbH (colectivamente, Scope). Todos los derechos reservados. La información y los datos en que se apoyan las calificaciones, los informes y las opiniones de calificación, así como la investigación relacionada y las opiniones de crédito de Scope surgen de fuentes que Scope considera fiables y precisas. No obstante, Scope no puede verificar de forma independiente la fiabilidad y precisión de la información y de los datos. Las calificaciones, los informes de calificación, las opiniones de calificación o la investigación relacionada y las opiniones de crédito de Scope se proporcionan «tal cual» sin ningún tipo de representación o garantía. Ni Scope ni sus directores, directivos, empleados y otros representantes asumirán bajo ningún concepto responsabilidad alguna ante terceros por daños directos, indirectos, fortuitos o de cualquier otro tipo, por gastos de cualquier índole o por pérdidas ocasionadas por el uso de calificaciones, informes y opiniones de calificación, investigación relacionada u opiniones de crédito de Scope. Las calificaciones y otras opiniones de crédito relacionadas, emitidas por Scope, son y deben ser vistas por cualquier parte como opiniones sobre el riesgo de crédito relativo y no como una declaración de hecho o recomendación para comprar, conservar o vender valores. Los resultados pasados no predicen necesariamente los futuros. Los informes emitidos por Scope no son folletos ni documentos similares relacionados con un instrumento de deuda o una entidad emisora. Scope emite calificaciones crediticias e investigación y opiniones relacionadas con el entendimiento y la suposición de que las partes que las utilizarán valorarán independientemente la idoneidad de cada valor para realizar inversiones o transacciones. Las calificaciones crediticias de Scope abordan el riesgo de crédito relativo y no otros riesgos como el de mercado, liquidez, legalidad o volatilidad. La información y los datos aquí incluidos están protegidos por los derechos de autor y otras leyes. Para publicar, reproducir, transmitir, transferir, difundir, traducir, revender o almacenar la información y los datos aquí incluidos para su uso subsiguiente con alguno de los fines mencionados, póngase en contacto con Scope Ratings GmbH, Lennéstraße 5, D-10785 Berlín (Alemania).

### Editor

Scope Ratings GmbH, Lennéstraße 5, 10785 Berlín (Alemania)

### Autoridad competente de supervisión

European Securities and Markets Authority (ESMA)  
CS 60747; 103 rue de Grenelle; 75345 París Cedex 07, Francia